

**УДК 340.342**

## **Сравнительный анализ методов оценки эффективности международных сделок слияний и поглощений**

**Бровкин Александр Владимирович**

Кандидат экономических наук,  
доцент кафедры учета, статистики и аудита,  
Московский государственный институт международных отношений (университет)  
Министерства иностранных дел Российской Федерации,  
119454, Российская Федерация, Москва, просп. Вернадского, 76;  
e-mail: brovkin\_av@mail.ru

**Медведева Наталия Игоревна**

Консультант,  
КПМГ,  
119454, Российская Федерация, Москва, просп. Вернадского, 76;  
e-mail: 1medvedevanataliya@gmail.com

### **Аннотация**

Статья посвящена описанию методов оценки эффективности международных сделок слияний и поглощений. На основании анализа подходов и публикаций отечественных и зарубежных специалистов проведен обзор эмпирических исследований эффективности международных сделок слияний и поглощений. Представленные результаты могут быть интересны Совету Директоров и Менеджменту компаний при принятии решений о международной экспансии посредством сделок слияний и поглощений. Выявленные детерминанты эффективности международных сделок слияний и поглощений при покупке частных и публичных компаний обеспечивают повышение качества финансового обоснования стратегий международных сделок слияний и поглощений. Одним из ключевых преимуществ покупки публичной целевой компании является то, что приобретатель может получить доступ к публичной финансовой информации целевой фирмы. Информационная асимметрия при покупке частных компаний-целей ограничивает широту поиска компании-цели увеличивает риск неправильно оценить компанию-цель. В то же время, ограниченность информации о частной компании-цели создает больше возможностей создания стоимости через использование инсайдерской информации. Исследователи на развитых рынках капитала изучали детерминанты эффективности сделок, сравнивают эффективность сделок в зависимости от страны компании-покупателя, а также сравнивают эффективность сделок при покупке частных и публичных компаний.

### **Для цитирования в научных исследованиях**

Бровкин А.В., Медведева Н.И. Сравнительный анализ методов оценки эффективности международных сделок слияний и поглощений // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2018. Том 8. № 8А. С. 165-172.

**Ключевые слова**

Слияния и поглощения, эффективность сделок СиП, мотивы слияний и поглощения, интеграция, экономические и неэкономические факторы

**Введение**

В XXI веке процесс интернационализации рынков капитала обусловили рост количества международных сделок M&A. Международные сделки M&A зачастую связаны с существенными рисками, такими как: различия в корпоративной культуре и структуре компаний, налоговых и бухгалтерских режимах каждой страны, а также, уровнями ликвидности и информационной асимметрии на станом уровне.

Важными отличиями частных компаний от публичных являются информационная асимметрия и потребность в ликвидности.

Частные компании нуждаются в ликвидности в условиях, когда альтернативные методы финансирования, такие как долгосрочные или краткосрочные заимствования, IPO, являются относительно дорогими. Таким образом, частная фирма-цель может принять скидку за низкую ликвидность для того, чтобы получить доступ к рынку капитала через вступление в сделку, которая приведет к приросту стоимости акционеров приобретающей фирмы.

Факторы ликвидности и прозрачности оказывают влияние на эффективность сделок M&A. При изучении международных сделок слияний и поглощений важно исследовать данные факторы на станом уровне для объяснения различной реакции рынка на покупку частной или публичной компании. Вопрос частных и публичных компаний важно исследовать на развивающихся рынках в силу его малой проработанности.

В данной статье сравниваются результаты проведенных ранее исследований методов оценки эффективности международных сделок на развитых и развивающихся ранках и подводятся основные выводы.

Под понятием «сделки слияний и поглощений» понимают такие сделки, в результате которых компания-покупатель становится обладателем доли акций компании-цели [Bruner, 2004]. В качестве размера минимальной доли в эмпирических исследованиях в большинстве случаев рассматривают как минимум блокирующие пакеты акций [Danbolt, 2012].

**Материалы и методы**

В академических исследованиях существует множество точек зрения на подход к определению эффективности сделок слияний и поглощений. В целях данного исследования под эффективностью сделок слияний и поглощений будет пониматься способность сделки создавать стоимость для акционеров компании-покупателя.

Различные эмпирические методы используются в академической литературе для того, чтобы измерить эффективность сделок слияний и поглощений. Эти методы можно разделить на несколько групп [Eckbo, 2000].

По типам данных, используемых в эмпирическом исследовании:

- использующие бухгалтерские данные из финансовой отчетности
- использующие данные о ценах акций

По периоду исследования:

- анализирующие долгосрочную доходность
- анализирующие краткосрочную доходность.

Использование данных бухгалтерского учета, как правило, связано с анализом влияния сделок M&A на эффективность, измеряемую на основе бухгалтерских показателей [Dutta, 2013]. На выборке сделок слияний и поглощений, в котором доходность активов (ROA) используется в качестве меры эффективности. Тем не менее, поскольку стандарты бухгалтерского учета различаются в разных странах, использование данных бухгалтерского анализа может создать риск смещенных оценок, особенно в исследованиях межстрановых выборок. Другой риск, связанный с использованием данных бухгалтерского учета – возможность манипулирования данными [Dutta, 2013].

Одним из наиболее распространенных в академической литературе подходом к анализу эффективности сделок слияний и поглощений является анализ изменений доходности акций компании на краткосрочном интервале в момент объявления о сделке. Распространенность такого метода объясняется, во-первых, тем, что он позволяет напрямую измерить изменение благосостояния акционеров в результате сделки, во-вторых, данные для анализа эффективности в данном случае доступны для всех публичных компаний [Eckbo, 2000]. Обычно в исследованиях рассматривается реальная доходность акций компании-покупателя в период времени, окружающем момент объявления о сделке, и сравнивается с «нормальной доходностью» за данный период [Danbolt, 2012]. Среди исследователей, использующих метод событий не существует единого мнения относительно необходимой длины окна события [Carpon, 2007]. Результаты эмпирических исследований, использующих изменения доходности акций компании на краткосрочном интервале, показывают, что акционеры компании-цели зарабатывают большую, относительно «нормальной», доходность в результате объявления сделки, что является следствием высоких премий к цене акции [Bhabra, 2013]. Что касается результатов для акционеров компании-покупателя, нет однозначных выводов об эффективности сделок. Исследователи отмечают значимую отрицательную доходность, либо незначимую положительную доходность в пределах окна событий [Bhabra, 2013].

Buy and Hold Abnormal Returns (BHAR) является еще одной мерой, используемой при долгосрочном анализе [Bruner, 2004]. BHAR использует долгосрочную цену акций на основе данных одного или двух лет после анонса, как показатель изменения стоимости компании-покупателя. Использование долгосрочных данных о ценах акций также имеет недостатки. Основная проблема состоит в том, что могут быть и другие факторы, которые оказывают влияние на цену акций в течение периода времени между объявлением о приобретении и окончанием окна события.

В большинстве исследований международных сделок слияний и поглощений на выборке из стран группы BRICS используется метод краткосрочной доходности акций [Cakici, 1996]. Исследования событий такого рода используют дневные доходности акций в течение короткого окна события. В данном исследовании будет использоваться метод краткосрочной доходности акций в силу следующих преимуществ: во-первых, данный подход добавляет точность при измерении реакции рынка; во-вторых, сводит к минимуму возможное влияние других некоррелированных событий [Conn, 1990].

## **Эффективность международных сделок слияний и поглощений**

Международные сделки слияний и поглощений представляют собой достаточно распространённую стратегию развития компаний, которые стремятся получить доступ к зарубежным рынкам. Авторы эмпирических исследований не пришли к общей точке зрения относительно эффективности международных сделок. Эмпирические исследования свидетельствуют, что акционеры компаний целей чаще всего получают избыточную доходность в момент объявления о международной сделке слияний и поглощений [Conn, 2005]. Но доходность компаний-целей изменяется в зависимости от страны, отрасли и курсов валют. Для компаний-покупателей некоторые статьи свидетельствуют о положительной избыточной доходности, некоторые авторы находят отрицательную или равную нулю доходность в период объявления о сделке [DePamphilis, 2012]. Это связано с тем, вступление в международные сделки M&A связано с определенными рисками, а именно: экономическая, политическая и культурная дистанция между странами компаний-участников сделки, разницы в корпоративной культуре компаний, различий в налоговых режимах в странах. Так же необходимо отметить, что при совершении международных сделок M&A есть определенные трудности с оценкой будущих синергетических эффектов от сделки. Кроме этого, уровень экономического развития стран, уровень ликвидности и информационной асимметрии на становом уровне оказывают влияние на эффективность международных сделок слияний и поглощений.

### **Эффективность международных сделок на развитых рынках**

Среди детерминант, положительно влияющих на эффективность сделок, авторы исследований выделяют доступ к иностранным рынкам сбыта, оперирование компанией-покупателя и компанией-цели в одной и той же отрасли, опыт компании-покупателя в совершении сделок, распространение высоких стандартов корпоративного управления [Liao, Erel, & Weisbach, 2012]. Авторы отмечают, что отрицательно на избыточную доходность акционеров компании-покупателя могут влиять разницы в валютных курсах, налоговых и правовых режимах, экономическая дистанция между странами [Carpon, 2007].

Ряд исследователей изучает влияние уровня экономического развития страны компании-покупателя и компании-цели на эффективность международных сделок и приходят к выводу, что наиболее эффективными являются сделки, в которых компании из развитых стран вступают в международные сделки слияний и поглощений по покупке компаний из развитых стран [Faccio, 2006]. В исследованиях [Bajaj, 2001] рассматриваются информационная асимметрия и потребность в ликвидности как потенциальные факторы, оказывающие влияние на эффективность сделок. Авторы на выборке из компаний США показывают значимое положительное влияние фактора ликвидности на эффективность международных сделок.

### **Эффективность международных сделок на развивающихся рынках**

Большинство исследований изучает международные сделки слияний и поглощений, инициируемые компаниями из развитых стран. Однако в начале 2000-х годов мир стал свидетелем тенденции роста как количества, так и объемов международных сделок слияний и поглощений, инициируемых компаниями из развивающихся стран. По сравнению со сделками слияний и поглощений на развитых рынках капитала, слияния и поглощения, инициируемые

компаниями из развивающихся стран, имеют свои особенности. Эта новая группа сделок слияний и поглощений привлекла внимание ученых.

На основе анализа статей можно видеть, что большинство существующих исследований эффективности международных сделок слияний и поглощений сосредотачивается на одной конкретной стране с развивающимся рынком, в том числе хорошо изучены Китайский и Индийский рынки в силу высокой частоты международных сделок слияний и поглощений. Conn и др. [Conn, 2005] провели исследование 425 международных сделок слияний и поглощений, инициируемых индийскими компаниями с 2000 по 2007 и доказали значительную положительную доходность акционеров компании-покупателя. Dunning и др. [Dunning, 1980] изучили 335 сделок на Гонконгской фондовой бирже за период между 1991 и 2010 годами и получили положительную избыточную доходность акционеров компании-покупателя. Есть ограниченное количество статей, которые показывают более широкий взгляд на международные сделки слияний и поглощений на развивающихся рынках капитала, данные исследования дают противоречивые результаты. В исследовании Fici (2009) изучено 433 международных сделок слияний и поглощений из Азиатских стран в период с 1991 по 2004 год и показано что данный тип сделок разрушает стоимость компании-покупателя. Вопрос эффективности международных сделок с позиции покупателей из развивающихся стран понимается в исследовании Bhagat et al., 2011. На выборке из 698 международных сделок за период 1992–2003 гг., осуществленных покупателями из стран BRICS, авторы доказали эффективность международных сделок, получив статистически значимую положительную избыточную доходность покупателя в размере 1,22%.

### Результаты и обсуждение

Ряд исследователей сравнивают эффективность международных и внутренних сделок слияний и поглощений на развивающихся рынках капитала и приходят к выводу, что международные сделки эффективнее, чем внутренние [Vajaj, 2001].

Из-за ограниченного количества исследований эффективности международных сделок слияний и поглощений, построенных на выборке из группы развивающихся стран данная работа разработана с целью расширить существующие ограниченные выводы.

Представлен сравнительный анализ методов оценки эффективности сделок слияний и поглощений, а также приведены подходы и результаты исследования эффективности международных сделок слияний и поглощений на развитых и развивающихся рынках. На основе анализа исследований сделаны следующие выводы:

В большинстве исследований международных сделок слияний и поглощений на выборке из стран группы BRICS используется метод краткосрочной доходности акций [Conn, 2005]. Данный подход добавляет точность при измерении реакции рынка и сводит к минимуму возможное влияние других некоррелированных событий [Chang, 1998].

Авторы нашли положительное влияние следующих детерминант на эффективность международных сделок M&A: опыт компании-покупателя в осуществлении международных сделок слияний и поглощений, а также оперирование компании-покупателя и компании-цели в одной отрасли [DePamphilis, 2012]

К детерминантам, влияющими отрицательно исследователи относят: разницы в валютных курсах, налоговых и правовых режимах, экономическая дистанция между странами [Liao, Erel, & Weisbach, 2012]

Избыточная доходность акционеров компании-покупателя выше при покупке компаний в других странах, чем во внутренних сделках [Bhabra, 2013]

Акционеры компаний-покупателей получают наивысшую избыточную доходность в международных сделках между компаниями из развитых рынков [Campa, 2002]

Исследования, объясняющие различия в избыточной доходности акционеров компании-покупателя ограничены внутренними сделками, мало исследований по международным сделкам, исключение составляет статьи [Eckbo, 2000]. Поэтому дальнейшее развитие этого направления на выборке из компаний развивающихся рынков капитала является актуальным.

С увеличением интереса ученых к исследованию эффективности сделок M&A, рост глобальных объемов международных сделок на протяжении последних десятилетий побуждает ученых активнее изучать детерминанты эффективности таких сделок. Изучение факторов ликвидности и прозрачности на эффективность сделок M&A при покупке частных и публичных компаний является одним из актуальных направлений среди исследователей на развитых рынках капитала, однако, на выборках из компаний с развивающихся рынков пока нет исследований на эту тему.

### Заключение

В статье был проведен обзор эмпирических исследований эффективности международных сделок слияния поглощений, были описаны основные направления исследований таких сделок, а также проведен анализ выводов наиболее значимых исследований. Сделан вывод о том, что изучение эффективности сделок при покупке частных и публичных компаний хорошо изучен на выборках из внутренних сделок, однако недостаточно изучены международные факторы, которые могут оказать влияние при изучении данной темы на выборке из международных сделок.

### Библиография

1. Bajaj. Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: Reconsidering the relatedness hypothesis // *International Review of Economics and Finance*. 2001.
2. Bhabra H. Cross-border M&As by Chinese firms: an analysis of strategic motives and performance // *Journal of Economics and Management Strategy*. 2013.
3. Bruner R.F. *Applied Mergers and Acquisitions*. John Willey & Sons, 2004.
4. Cakici N. Foreign acquisitions in the United States: Effect on shareholder wealth of foreign acquiring firms // *Journal of Financial Economics*. 1996. Volume 20. Issue 2. P. 307-329.
5. Campa J.M. Explaining the diversification discount. 2002.
6. Capron L. Acquisitions of private versus public firms: Private information, target selection and acquirer returns // *Strategic Management Journal*. 2007.
7. Chang S. Takeovers of privately held targets, method of payment and bidder returns // *Journal of Finance Journal of Business Finance and Accounting*. 1990. 17(5).
8. Conn R. Cross-border versus Domestic Acquisitions // *Journal of Business Finance and Accounting*. 2005. №17(5).
9. Conn R. International mergers: Returns to U.S. and British firms // *Journal of Banking & Finance*. 1990.
10. Danbolt J. The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions // *Journal of Business Finance and Accounting*. 2012.
11. DePamphilis D.M. *Does payment method matter in cross-border acquisitions?* Elsevier, 2012.
12. Dunning J.H. Analyst coverage of acquiring firms and value creation in cross-border acquisitions // *International Review of Economics and Finance*. 1990.
13. Dutta et al. *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities* // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2013.
14. Eckbo E. Determinants of cross-border mergers and acquisitions in Canada // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2000.
15. Eckbo E. Downside Risk in Practice // *Journal of Multinational Financial Management*. 2000.
16. Faccio M. Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2006.

17. Liao R.C., Erel I., Weisbach M.S. Returns of acquirers of listed and unlisted targets Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign // Journal of Financial and Quantitative Analysis. 2012.

## **Comparative analysis of methods for evaluating the effectiveness of international mergers and acquisitions**

**Aleksandr V. Brovkin**

PhD in Economics,  
Associate Professor of Accounting, Statistics and Audit Department,  
Moscow State Institute of International Relations (University)  
of the Ministry of Foreign Affairs of the Russian Federation,  
119454, 76, Vernadskogo st., Moscow, Russian Federation;  
e-mail: brovkin\_av@mail.ru

**Nataliya I. Medvedeva**

Consultant,  
KPMG,  
119454, 76, Vernadskogo st., Moscow, Russian Federation;  
e-mail: 1medvedevanataliya@gmail.com

### **Abstract**

The article is devoted to the description of methods for assessing the effectiveness of international mergers and acquisitions. It is based on the analysis of approaches and publications of domestic and foreign experts the review of empirical studies of the effectiveness of international mergers and acquisitions. The presented results may be of interest to the Board of Directors and management of companies in making decisions on international expansion through mergers and acquisitions. The identified determinants of the effectiveness of international mergers and acquisitions in the purchase of private and public companies will improve the quality of financial justification of strategies of international mergers and acquisitions. One of the key benefits of buying a public target company is that the acquirer can access the public financial information of the target company. Information asymmetry in the purchase of private target companies limits the breadth of the target company search and increases the risk of misjudging the target company. At the same time, limited information about the private target company creates more opportunities to create value through the use of insider information. Researchers in advanced capital markets have studied the determinants of transaction efficiency, compare the effectiveness of transactions depending on the country of the buyer company, and compare the effectiveness of transactions when buying private and public companies.

### **For citation**

Brovkin A.V., Medvedeva N.I. (2018) Sravnitel'nyi analiz metodov otsenki effektivnosti mezhdunarodnykh sdelok sliyanii i pogloshchenii [Comparative analysis of methods for evaluating the effectiveness of international mergers and acquisitions]. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra* [Economics: Yesterday, Today and Tomorrow], 8 (8A), pp. 165-172.

**Keywords**

Mergers and acquisitions, efficiency of m&a transactions, motives for mergers and acquisitions, integration, economic and non-economic factors.

**References**

1. Bajaj (2001) Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: Reconsidering the relatedness hypothesis. *International Review of Economics and Finance*.
2. Bhabra H. (2013) Cross-border M&As by Chinese firms: an analysis of strategic motives and performance. *Journal of Economics and Management Strategy*.
3. Bruner R.F. (2004) *Applied Mergers and Acquisitions*. John Willey & Sons.
4. Cakici N. (1996) Foreign acquisitions in the United States: Effect on shareholder wealth of foreign acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 20, 2, pp. 307-329.
5. Campa J.M. (2002) *Explaining the diversification discount*.
6. Capron L. (2007) Acquisitions of private versus public firms: Private information, target selection and acquirer returns. *Strategic Management Journal*.
7. Chang S. (1990) Takeovers of privately held targets, method of payment and bidder returns. *Journal of Finance Journal of Business Finance and Accounting*, 17(5).
8. Conn R. (2005) Cross-border versus Domestic Acquisitions. *Journal of Business Finance and Accounting*, 17(5).
9. Conn R. (1990) International mergers: Returns to U.S. and British firms. *Journal of Banking & Finance*.
10. Danbolt J. (2012) The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions. *Journal of Business Finance and Accounting*.
11. DePamphilis D.M. (2012) *Does payment method matter in cross-border acquisitions?* Elsevier.
12. Dunning J.H. (1990) Analyst coverage of acquiring firms and value creation in cross-border acquisitions. *International Review of Economics and Finance*.
13. Dutta et al. (2013) Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
14. Eckbo E. (2000) Determinants of cross-border mergers and acquisitions in Canada. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
15. Eckbo E. (2000) Downside Risk in Practice. *Journal of Multinational Financial Management*.
16. Faccio M. (2006) Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
17. Liao R.C., Erel I., Weisbach M.S. (2012) Returns of acquirers of listed and unlisted targets Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.